

学校编码: 10384
学号: 17620061151295

分类号____密级____
UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

为子公司担保程度与上市公司价值
关系的实证研究

An Empirical Study on the Relationship between the Degree
of Guarantee to Subsidiaries and the Value of Listed
Companies

陈伟贞

指导教师姓名: 沈 维 涛 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（
）课题（组）
的研究成果，获得（
）课题（组）经费或实验室的
资助，在（
）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ☒ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

实践经验和理论研究都表明：为子公司提供的担保之外的关联担保成为大股东掏空上市公司的一个重要手段。相关政策的出台，使得关联担保受到种种约束，上市公司对外担保大量转为对子公司提供担保。本文以相关部门对关联担保的监管政策为制度背景，以 2004-2006 年 1461 家为子公司提供担保的上市公司为研究样本，从我国上市公司为子公司提供的担保程度与上市公司自身价值之间的关系，来研究为子公司担保的行为是否存在效率促进或者掏空的效应，以期为该种形式的担保效用提供经验证据，并为有关监管部门的相关政策提供经验证据。实证结果表明，上市公司为子公司担保同时存在效率促进和掏空两种效应——适度担保时，效率促进效应起主导作用，企业价值上升；在过度担保时，掏空效应起主导作用，企业价值下降。上市公司的价值与为子公司提供的担保程度间存在倒 U 型的关系。由此得到对该种形式担保的监管启示，强化信息披露制度，加强对过度担保的审批要求，完善公司治理机制的建设。本文共分 6 章内容：

第 1 章：引言。介绍本文研究的动机和意义，并提出论文的研究框架。

第 2 章：文献综述。系统地论述两类代理、大股东的隧道效应以及关联担保的理论发展。

第 3 章：对子公司提供担保的制度背景。对我国上市公司内外治理机制背景与关联担保的相关性进行分析；同时把我国上市公司对外担保的发展过程分成三个阶段，分析各阶段的特征以及相关政策。

第 4 章：理论假设和样本设计。提出本文的两个假设，即大股东显性掏空随着上市公司为子公司担保存在而减少；上市公司的价值与为子公司提供的担保程度间存在倒 U 型的关系。

第 5 章：实证分析。利用了 2004-2006 年的发生为子公司提供担保的上市公司作为样本，建立了 logit 方程进行实证分析来验证本文的两个假设。

第 6 章：结论与建议。得出本文的结论，为子公司担保适度时，效率促进效应起主导作用，企业价值上升；该担保过度时，掏空效应起主导作用，企业价值下降。上市公司的价值与为子公司提供的担保程度间存在倒 U 型的关系。

关键词：子公司；担保程度；掏空

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

Practical experience and theoretical studies have shown that providing security for the related company had become a major mean of tunneling. Listed companies turn to guarantee to subsidiaries after the promulgating of policies aimed at restricting related-party guarantees. Regarding last guarantee policy as background and using the data of guarantee to subsidiaries in 2004-2006, this article investigates the relationship between the degree of guarantee to subsidiaries and the value of listed companies in the hope of offering empirical evidence for theoretical studies and the supervision policies. The result suggests that there are two effects in guarantee to subsidiaries, efficiency and tunneling. The efficiency effect play a leading role to increase the company value when the guarantee is appropriate, on the contrary the tunneling effect play a leading role to decrease the company value when over-security. In another word there exists an inverted U-relationship between the value of listed companies and the degree of guarantee to subsidiaries. For this reason, this article advises that the supervision departments strengthen the information disclosure system and strengthen the assessment and approval system to supervise the over-guarantee. This article was divided into five chapters:

In the first chapter, we introduce the motives of the research and propose the research framework of the article.

In the second chapter, we had a literature review on “tunneling” and “related-party guarantee”.

The third chapter is about the institutional background of our country’s related party guarantee. We analyze Chinese internal and external corporate governance mechanisms of listed companies. And we divide the development of external guarantee of Chinese listed company into three stages, and we distinguish the feature of the three stages and policies.

In the fourth chapter, we bring forward two hypothesis of the relationship between the degree of guarantee to subsidiaries and the value of listed companies. And we select the listed companies which had guaranteed to subsidiaries during year

2004-2006 as our samples.

In the fifth chapter, we establish logit equations to test our two hypothesis.

In the last part we get the conclusions: there exists an inverted U-relationship between the value of listed companies and the degree of guarantee to subsidiaries. The supervision departments strengthen the information disclosure system and strengthen the assessment and approval system to supervise the over-guarantee.

Key Words: Subsidiary; Guarantee Degree; Tunneling

目 录

第 1 章 引 言	1
1.1 研究的动机	1
1.2 研究框架	3
第 2 章 文献综述	5
2.1 相关概念的界定	5
2.1.1 掏空的定义	5
2.1.2 担保相关概念	5
2.2 代理成本	6
2.2.1 第一类代理问题	6
2.2.2 第二类代理问题	7
2.3 隧道效益	9
2.3.1 掏空的动机	9
2.3.2 隧道效应的影响因素	10
2.3.3 隧道效应的实现方式	13
2.4 关联担保	15
2.4.1 关联担保行为的影响因素	15
2.4.2 关联担保与隧道效应	16
第 3 章 我国上市公司对子公司提供担保的制度背景	18
3.1 我国上市公司治理机制的背景	18
3.1.1 我国上市公司内部治理机制	18
3.1.2 我国上市公司外部治理机制	19
3.2 我国关联担保的发展历程	21
第 4 章 研究假设和设计	25
4.1 理论假设	25
4.2 研究设计	28
4.2.1 变量选择	28
4.2.2 研究模型	32
4.3 样本的选择	33
第 5 章 实证结果与分析	35
5.1 描述性统计结果及分析	35
5.1.1 描述性统计分析	35
5.1.2 变量间的相关性分析	36
5.2 回归分析	36
5.2.1 对子公司担保的存在性对上市公司的净效应	36
5.2.2 对子公司的担保程度与上市公司价值的倒 U 型关系	41
5.2.3 敏感性分析	44
第 6 章 研究结论与政策建议	46

6.1 研究结论	46
6.2 相关政策建议	47
6.3 研究不足	48
参考文献.....	50
致谢.....	56

Content

Chapter 1 Introduction	1
1.1 The Motivate of the Research	1
1.2 The Framework of the Research	3
Chapter 2 The Overview of the Literatures	5
2.1 Some Definitions.....	5
2.1.1 The Definition of Tunneling	5
2.1.2 Concepts about Guarantee	5
2.2 Agency Cost	6
2.2.1 Agency Problem of the First Category.....	6
2.2.2 Agency Problem of the Second Category	7
2.3 Tunneling	9
2.3.1 The Motivate of Tunneling	9
2.3.2 The Effect Factors of Tunneling	10
2.3.3 Means of Tunneling	13
2.4 Related Party Guarantee.....	15
2.4.1 The Effect Factors of Related Party Guarantee.....	15
2.4.2 Related Party Guarantee and Tunneling	16
Chapter 3 Background of Guarantee to Subsidiaries	18
3.1 The Background of Corporate Governance Mechanisms.....	18
3.1.1 The Internal Corporate Governance Mechanisms	18
3.1.2 The External Corporate Governance Mechanisms	19
3.2 The Three Stages of Listed Company's Guarantee.....	21
Chapter 4 Research Hypothesis and Design.....	25
4.1 Hypothesis about Guarantee to Subsidiaries	25
4.2 Research Design	28
4.2.1 Variables Selection.....	28
4.2.2 Research Models.....	32
4.3 Sample selection	33
Chapter 5 An Empirical Study on the Relationship Between the	
Degree of Guarantee and the Corporate Value	35
5.1 Descriptive Statistic Results.....	35
5.1.1 The Analysis of Descriptive Statistic Results	35
5.1.2 Correlated Analysis between Variable	36
5.2 Logit Regression Analysis.....	36
5.2.1 The Net Effect of the Existence of Guarantee to Subsidiaries.....	36
5.2.2 The Inverted U-Relationship between the Guarantee Degree and Value	

.....	41
5.2.3 Sensitivity Analysis.....	44
Chapter 6 Research Conclusions and Policy Suggestions.....	46
6.1 Research Conclusions	46
6.2 Suggestion on Supervision.....	47
6.3 Weaknesses	48
References	50
Postscript	56

第1章 引言

1.1 研究的动机

我国证券市场自 1996 年开始出现个别上市公司的担保被控股股东恶意利用的案例。上市公司为本公司股东及其关联方提供担保在一定程度上加大了上市公司的财务风险与经营风险，会在上市公司与其控股股东之间形成“债务转移”。

2000 年 6 月 6 日中国证监会发布了《关于上市公司为他人提供担保有关问题的通知》（以下简称《通知 1》），通知 1 明确规定：“上市公司不得以公司资产为本公司的股东、股东的控股子公司、股东的附属企业或者个人债务提供担保”。

2003 年 8 月 28 日，中国证监会与国资委又联合发布了《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》（以下称《通知 2》）。通知 2 对上市公司对外担保的对象、担保比例、被担保方的条件等进行了明确规定：上市公司不得为控股股东及本公司持股 50%以下的其他关联方、任何非法人单位或个人提供担保，上市公司对外担保总额不得超过最近一个会计年度合并会计报表净资产的 50%^①。

证监会、银监会于 2005 年 12 月 23 日发布的《关于规范上市公司对外担保行为的通知》（以下称《通知 3》），不但加强了对上市公司对外担保的规范^②，而且规范了银行业金融机构贷款担保审批行为，有效防范金融机构发放由上市公司提供担保的贷款风险。

^① “通知 2”规定，上市公司对外担保应当遵守以下规定：1、上市公司不得为控股股东及本公司持股 50%以下的其他关联方、任何非法人单位或个人提供担保。2、对外担保总额不得超过最近一个会计年度合并报表净资产的 50%。3、上市公司《章程》应当对对外担保的审批程序、被担保对象的资信标准做出规定。对外担保应当取得董事会全体成员 2/3 以上签署同意，或者经股东大会批准；不得直接或间接为资产负债率超过 70%的被担保对象提供债务担保。4、上市公司对外担保必须要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力。5、上市公司必须严格按照《上市规则》、《公司章程》的有关规定，认真履行对外担保情况的信息披露义务，必须按规定向注册会计师如实提供全部对外担保事项。6、上市公司独立董事应在年度报告中，对上市公司累计和当期对外担保情况、执行上述规定情况进行专项说明，并发表独立意见。

^② “通知 3”规定上市公司对外担保必须经董事会或股东大会审议，达到一定条件的对外担保须经股东大会审批，须经股东大会审批的对外担保，包括但不限于下列情形：1、上市公司及其控股子公司的对外担保总额，超过最近一期经审计净资产 50%以后提供的任何担保；2、为资产负债率超过 70%的担保对象提供的担保；3、单笔担保额超过最近一期经审计净资产 10%的担保；4、对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。其中所称“对外担保”，是指上市公司为他人提供的担保，包括上市公司对控股子公司的担保。所称“上市公司及其控股子公司的对外担保总额”，是指包括上市公司对控股子公司担保在内的上市公司对外担保总额与上市公司控股子公司对外担保总额之和。

《通知 1》、《通知 2》、《通知 3》的出台，抑制了直接为控股股东提供担保情况的蔓延。然而，上市公司开始寻求新的担保途径，对外担保更多的表现为上市公司之间的互相担保以及为子公司提供的担保。

子公司作为并入合并范围的一部分，理论上，上市公司为其提供担保对上市公司而言是具有整体利益的一致性，不会对上市公司带来很大的风险。在信用经济环境下，担保是一种正常的经济行为。在成熟市场上，银行根据信用评级机构对企业信用水平的评价做出贷款决策，从而大大降低银行的风险，然而，由于我国信用评级处于起步阶段，信用评级机制不健全，运作不规范，导致不能正确反映企业的实际信用水平，银行无法判断企业真实的信用状况。这种情况下，银行倾向于贷款企业有实力较强的担保人，以便减低贷款风险。而上市公司正是利用这种优势，为相关企业申请贷款充当担保人。所以说，上市公司对子公司担保的经济行为具有客观合理性，与大股东掏空上市公司并不存在必然联系。资信较好的上市公司为子公司提供担保，有利于子公司在自身资信级别较低的情况下获取足够的成长资金，可以一定程度上减低筹资成本，提高获取资金的速度，这对上市公司而言具有利益一致性。子公司获得成本节约优势、效率优势，提升自身价值，可以在一定程度上提高上市公司价值。

然而，关联担保常常是大股东用来掏空上市公司的一种方式。目前国内对子公司的担保都开始关注“隧道效应”或掏空。如果把符合诚信原则且在自身经济承受能力之内的担保称为善意担保或适度担保，则把违背诚信原则或超过自身承受能力的担保推断为恶意担保或过度担保。从实际经验尤其是因担保而被证监会处罚的个案来看，以掏空上市公司为目的的担保往往倾向于过度担保。虽然不能根据担保事件本身判断其是否意味着掏空，但可以推测上市公司超过自身经济承受能力的担保，在很大程度上可能是以掏空为目的的过度担保行为，可能导致公司价值的下降，并因此引起负的市场反应^①。

鉴于此，一系列引人思考的问题是，我国上市公司对子公司的担保到底是损害还是提升上市公司的价值？是否同时存在效率和掏空两种效应，如果存在，什么情况下效率优势占主导？什么情况下掏空效应超过效率优势？当然饶育蕾，张

^① 引自：[1]饶育蕾，张媛，彭叠峰．股权比例、过度担保与隐蔽掏空——来自我国上市公司对子公司担保的证据[J]．南开管理评论，2008，(1)：31-38．

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库